2. 全球環境及展望

2020年上半年，各地為遏制新型冠狀病毒疫情實施封鎖措施，令實體經濟活動停擺，全球經濟陷入衰退。儘管力度前所未見的財政及貨幣寬鬆政策推動金融市場反彈，但因此導致後者與經濟前景脱節，加上全球地緣政治緊張局勢升溫，未來金融市場或存在波幅加劇的風險。在缺乏醫學突破的情況下，全球經濟前景將取決於在重啟經濟與防範疫情捲土重來之間取得謹慎平衡。展望未來，為應對疫情而採取的政策措施有可能加劇全球債務積累，並使「長期低息」的貨幣政策更加根深柢固。

東亞方面，儘管自2020年中以來已經出現復甦的初期跡象，但區內仍需竭力應對疫情的持續影響。疫情長期未受控將引起人們對政策支持的可持續性及能力的擔憂。隨著企業債務發行量增加，業務收益的下降亦將考驗企業的償債能力。

中國內地方面，由於新型冠狀病毒爆發，經濟於第1季大幅下滑，但於第2季開始重拾增長。展望未來，復甦能否持續，很大程度取決於疫情及中美關係緊張的發展。鑑於嚴峻的經濟形勢，政府未有設定今年的經濟增長目標，而是以穩定經濟及就業為主要目標。

2.1 外圍環境

隨着越來越多地區為遏制新型冠狀病毒疫情實施封鎖措施，各主要經濟體(中國內地除外)於第2季的實質國內生產總值均錄得同比急跌。[3] 為防範經濟停擺演變為系統性危機，當局採取前所未有的寬鬆措施，包括政府財政轉移及提供信貸擔保以支持受影響的家庭及企業，以及主要央行通過提供借貸安排及購買資產大幅擴張資產負債表。

在全球同步放寬政策及提供流動性支持下，之前短期融資及高收益信貸市場在3月下旬出現的受壓跡象迅速消退。加上投資者憧憬經濟活動將呈現「V型」反彈的樂觀情緒升溫，全球股市因此上升。然而，鑑於企業營業額前景轉差(圖2.1)，金融市場的反彈似乎與經濟前景脱節，升勢可能並不穩固。

[3] 除了限制疫情措施所帶來的影響外，多個新興市場經濟體亦因全球需求劇減，進一步遭受出口及大宗商品價格急挫的打擊。

圖2.1
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數及12個月預估每股盈利的市場共識預測

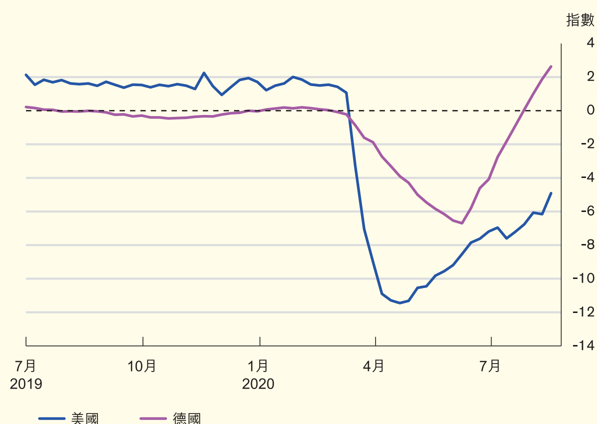


資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

疫情繼續不明朗，可能會引發未來金融市場加劇波動。儘管高頻指標顯示，隨著疫情限制措施放寬，主要經濟體於接近第2季末時初步呈現經濟活動復甦的跡象(圖2.2)，但病毒一旦捲土重來，有可能促使當局實施新一輪封鎖。這風險已經在美國實現；新型冠

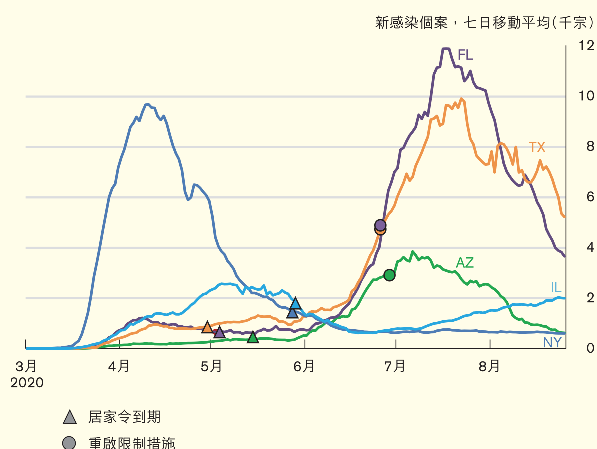
狀病毒感染個案再度上升，導致多個州重啟限制措施(圖2.3)。市場對新一輪疫情爆發的憂慮，繼而觸發美國股市自6月中旬以來的幾輪拋售。

圖2.2
部分先進經濟體的每周經濟活動指標



註：「每周活動指數」(德國)衡量的是過去13周內經趨勢調整的經濟活動的變化，而「每周經濟指數」(美國)則可對應該季度的按年實質國內生產總值增長率。
資料來源：德國央行及紐約聯邦儲備銀行。

圖2.3
美國部分州份的新型冠狀病毒個案數目，以及放寬和重啟限制措施的日期

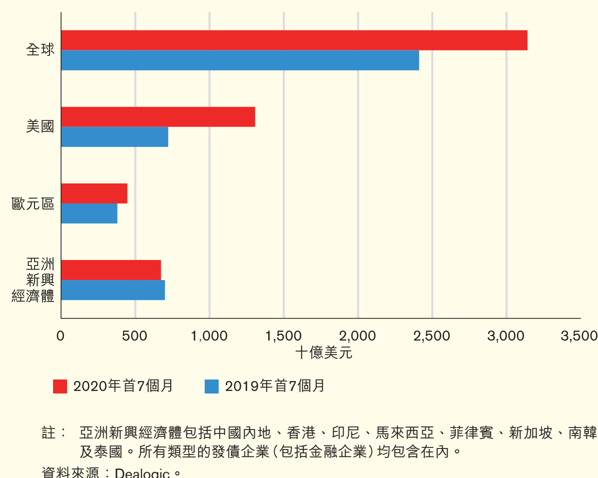


註：AZ=亞利桑那州，FL=佛羅里達州，IL=伊利諾伊州，NY=紐約州，TX=德州。
資料來源：COVID Tracking Project及紐約時報。

地緣政治的不確定性上升，亦為短期金融市場前景蒙上陰霾。自疫情爆發後，中美關係日趨緊張。而針對科技公司的新全球稅收框架所引發的爭議，以及世界貿易組織(世貿組織)早前就准許美國對歐洲產品徵收報復性關稅的裁決，亦導致美國與歐盟的跨大西洋貿易緊張局勢升溫。英國方面，由於包括捕魚權及對「公平競爭環境」條款的詮釋等諸多棘手問題，英國脱歐談判懸而未決，令歐盟與英國貿易關係倒退至世貿組織標準(即「無協議脱歐」)的風險上升。倘若未來局勢發展惡化，這些不確定性因素可能會打擊投資者的樂觀情緒。

除金融市場波動增加的短期風險外，前所未見的全球財政及貨幣寬鬆政策亦可能透過影響債務的可持續性及金融穩定性，從而產生長遠副作用。由於公司紛紛借助主要央行的支持來確保資金流動性，全球企業債券發行量激增(圖2.4)。而隨著政府增加支出以支持經濟，公共債務亦預期會顯著上升。由於預計未來幾年全球經濟增長仍將保持疲弱，企業及主權國家可能難以藉增長擺脱債務困境，從而引發對其償債能力的擔憂。

圖2.4
企業債券發行量(十億美元)

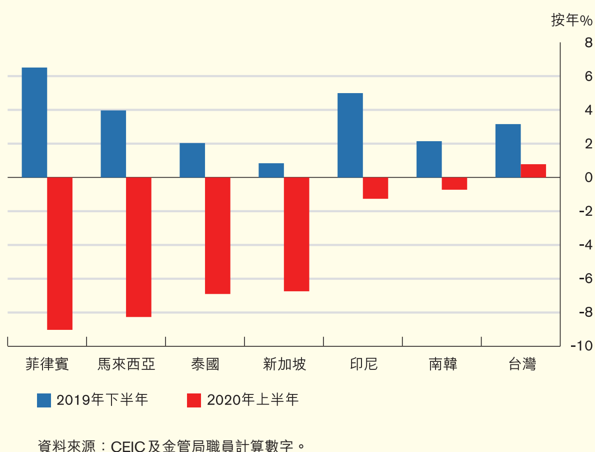


註：亞洲新興經濟體包括中國內地、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國。所有類型的發債企業(包括金融企業)均包含在內。
資料來源：Dealogic。

隨着全球債務急劇增加，主要央行可能會因為擔心損害政府的財政可持續性及私營部門的償債能力，而令推行貨幣政策正常化的空間受到局限。由於未來幾年各主要先進經濟體的政策利率預計將維持於接近、甚或略低於零的水平，銀行的盈利能力可能將繼續受壓，這或會驅使它們從事尋息活動，損害金融穩定。與此同時，央行資產負債表迅速擴張，長遠而言可能會損害其在維持價格穩定方面的公信力。

東亞方面，在廣泛的限制措施下，2020年上半年的實質本地生產總值增長急跌（圖2.5），製造業活動、出口及消費大幅下降。儘管採購經理指數和流動趨勢數據自6月以來有見底跡象，但整體經濟仍未見實質反彈，尤其是尚未控制疫情的經濟體。

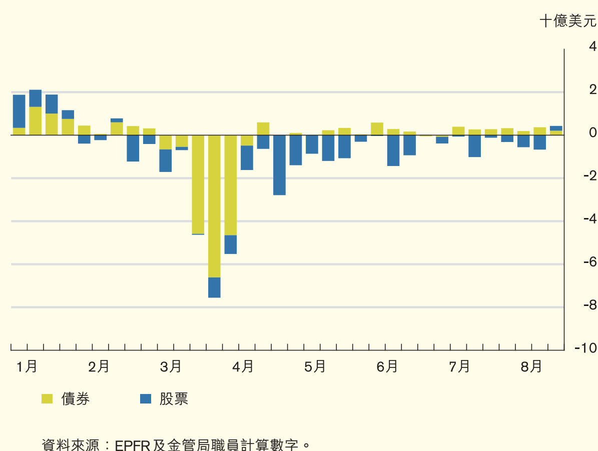
圖2.5
東亞：實質本地生產總值增長



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

區內金融市場已從3月的動盪中回穩。區內於3月和4月初出現歷來規模最大的證券投資外流，當中機構及零售債券資金同時突然外流，凸顯了市場的避險需求急升（圖2.6）[4]。贖回壓力上升令現金持有水平較低的基金經理大舉拋售股票，導致區內股票交易所買賣基金（ETFs）大量外流。專題1討論這種現金贖回壓力如何影響區內及其他新興市場經濟體的股票資金流動。在全球央行實施大規模寬鬆政策令市場情緒改善後，資金外流壓力有所緩和。同時，大多數東亞貨幣的交叉貨幣基準掉期息差（離岸美元流動性的指標）在3月份擴大後，於4月隨著區內部分央行（新加坡及南韓）與美國聯儲局建立互換協議而收窄。同時，區內大多數貨幣自4月份以來亦有所回升。

圖2.6
東亞：證券投資資金流動



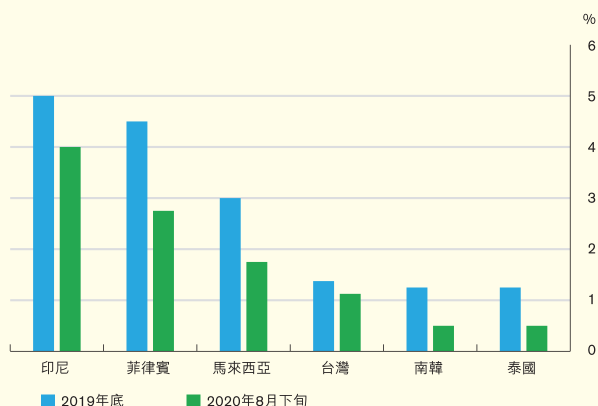
資料來源：EPFR及金管局職員計算數字。

短期來說，區內將繼續面臨疫情的持續影響。首先，疫情令區內的經濟體面臨前所未有的政策兩難。一方面，維持或加強限制措施有助降低感染率，但政府和社會越來越難承受日益增加的經濟損失。另一方面，盡早放寬限制措施可能會刺激經濟活動，特別是受到嚴重打擊的行業，如餐廳、酒店及航空公司，但又會衍生再次爆發疫情的風險。

其次，疫情長期未受控將引起人們對政策支持的可持續性及能力的擔憂。在財政方面，鑑於疫情仍在發展，刺激經濟方案的規模可能需要進一步擴大以充分對抗疫情的衝擊。不過，市場對新興市場的財政標準通常較主要先進經濟體更為嚴格，普遍是由於後者的儲備貨幣地位等優勢。貨幣方面，由於不少經濟體在多次減息以支持經濟後的政策利率已處於相當低的水平（圖2.7），且對外收支平衡較弱的經濟體面臨潛在的貶值壓力，所以區內央行進一步寬鬆貨幣政策的空間非常有限。

[4] EPFR證券投資資金流數據起始時間為2000年代中期。

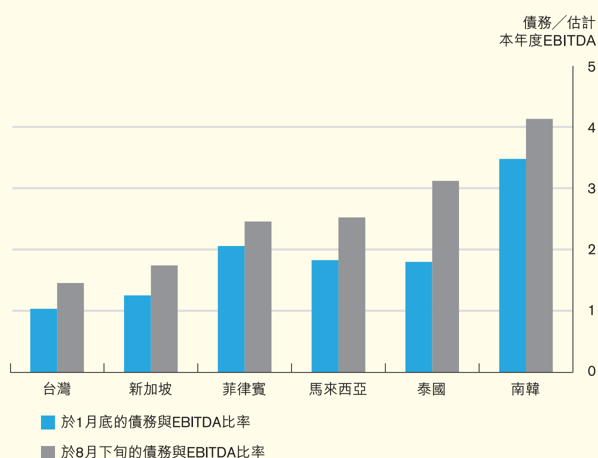
圖2.7
東亞：政策利率



資料來源：CEIC。

第三，企業債務增加及高度不確定的業務前景可能會導致金融不穩定的結果，從而削弱企業的償債能力。自疫情爆發以來，區內上市公司的債務與盈利比率估值有所上升，顯示公司在償債能力方面面臨更大的挑戰(圖2.8)。

圖2.8
東亞：上市公司的債務相對於估計息稅折舊及攤銷前盈利(EBITDA)



註： 涵蓋基準指數的成分股。印尼相關數據系列自2019年初以來尚未更新，因此不包括在內。
資料來源：彭博。

專題1
現金贖回會否加劇ETF資金外流？

引言

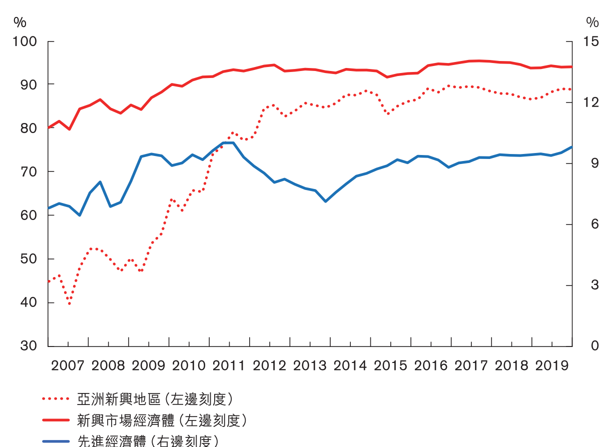
交易所買賣基金(ETF)增長迅速，反映其低成本指數追蹤、即日買賣以及可以靈活孖展買賣及賣空的優點。部分基於這些特點，截至2019年底，股票ETF的資產激增至4.8萬億美元，相當於2009年底的六倍。然而，隨著市場日益倚賴ETF，令人關注此類基金能否應對基金表現惡化所帶來的衝擊。

本專題指出，就現金持有水平較低的可變現ETF而言，首次贖回帶來的衝擊可引致此類基金表現不斷下降及資金外流。鑑於ETF在環球金融市場中的作用日益增強，這種潛在的惡性循環帶來系統性的影響。更重要的是，贖回引發的基礎證券拋售亦可能更廣泛地加劇金融市場的低迷。

新興市場經濟體尤其需要關注上述問題，因相較於先進經濟體，可變現ETF在新興市場經濟體更為普遍。截至2019年底，大多數投資於新興市場經濟體的ETF均是可變現基金(94.2%)，而只有一成投資於先進經濟體的ETF是可變現(圖B1.1)。特別是，在亞洲新興地區，可變現ETF佔主要投資於該地區的所有ETF的89.0%，或佔新興市場經濟體所有可變現ETF的四分之一。

在此背景下，本專題首先討論ETF的贖回機制，由此解釋為何可變現ETF相較於其他ETF可能帶來更高的金融穩定風險。本專題的實證研究結果亦指出，對於現金持有較低的可變現ETF而言，當基金表現較差時，其所面臨的資金外流壓力大於其他類型的ETF。本專題同時指出，引致資金外流壓力加大的另一個原因，是ETF基金經理為滿足贖回指令的現金需求而不惜拋售基礎資產。

圖B1.1
可變現ETF在各地區的分佈



資料來源：晨星全球投資研究平台、彭博社及金管局職員計算數字。

ETF的贖回機制

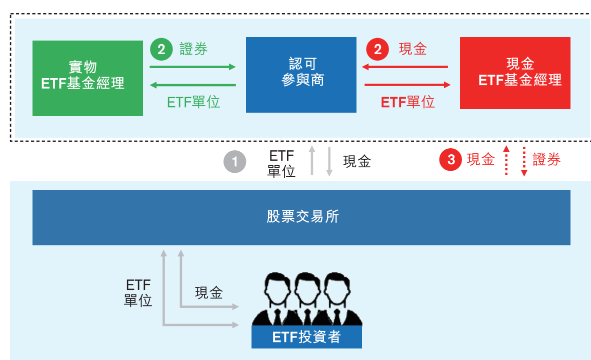
上述ETF單位的贖回僅限於一級市場，僅涉及ETF與其認可參與商之間直接買賣，而這些認可參與商通常是基礎證券的經紀交易商或莊家(圖B1.2)。當ETF價格低於其基礎資產淨值時，認可參與商可以透過從二級市場購入ETF單位(第1步)，然後從ETF基金經理贖回(第2步)，從而套利。[5]贖回可以現金形式(即現金贖回)或實物形式(即實物贖回)進行——後者是指用ETF單位交換一籃子等價的基礎證券。

一方面，在現金贖回方法下，ETF基金經理無須按比例持有全部指數證券，可能較為靈活或具有成本優勢。特別是在非流通市場，各類指數證券的交易成本可能非常高，投資於此類市場的ETF需要考慮成本問題。另一方面，現金贖回方法會令ETF更為脆弱。具體而言，當採用上述方法的ETF必須滿足大量現金贖回需求(紅色標示的第2步)，但其持有的現金不足時，ETF基金經理可能被迫以不利條件在二級市場出

5 若ETF價格高於其基礎資產淨值，認可參與商可以採取相反的套利方法，即購入基礎證券並將其交付予ETF基金經理(適用於實物ETF)，或向基金經理支付等額現金(適用於現金ETF)換取ETF單位，再把購入的ETF單位出售以獲利。

售資產（第3步）。這種「拋售」會令ETF的後續回報惡化，並且可能擴大其追蹤誤差（即ETF回報減去基準指數回報），繼而削弱對ETF單位的需求，引發另一輪贖回，陷入惡性循環。因此，當ETF持有較少現金時，在現金贖回方法下，ETF的資金流向可能更易受基金表現影響。

圖B1.2
ETF的現金贖回及實物贖回機制



方法及數據

為評估可變現ETF及實物ETF的脆弱性，我們研究(1)其資金流向[6]對基金表現不佳的敏感度，以及(2)贖回指令對追蹤誤差的敏感度。就這兩種敏感度，我們將現金持有水平正常的ETF與現金持有水平較低的ETF區分開來。[7]我們採用固定效應面板數據迴歸模型去評估相關敏感度。在此模型中，我們對幾個基金特定變數進行控制，例如基金規模、基金成立時間及資金流向滯後值，並採用芝加哥期權交易所波動性指數對環球市場狀況進行控制。所有基金特定變數均滯後一季，以避免反向因果偏誤。

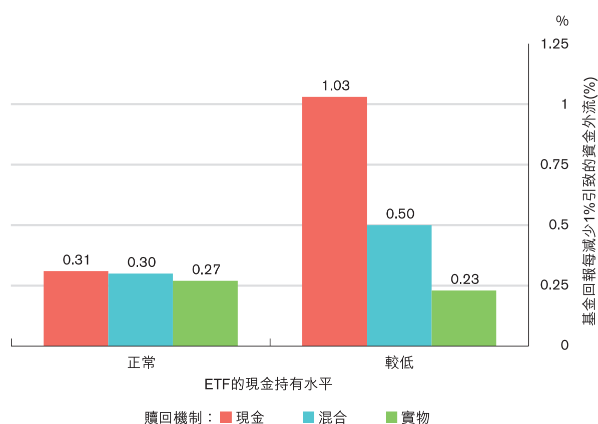
我們的實證研究採用擷取自晨星全球投資研究平台的2007年第一季至2019年第四季的季度ETF數據。研究樣本包括分佈於全球的2,293隻股票ETF，其中910隻ETF僅限以實物形式贖回（「實物ETF」），其餘均為可變現ETF。在可變現ETF中，有551隻是僅限以現金形式贖回的ETF（「現金ETF」），另外832隻是可以現金或實物形式贖回的ETF（「混合ETF」）。就資產規模而言，截至2019年底，樣本ETF的資產總值達4.37萬億美元，佔晨星全球投資研究平台中股票ETF整體資產總值的91.24%。[8]

實證研究結果

首先，我們評估ETF的資金流向對基金表現的敏感度。對於現金持有水平正常的ETF，我們發現贖回類型並無甚麼區別。具體而言，無論贖回類型如何，在10%顯著性水平下，ETF的投資回報每下降1%，就會出現約0.3%的資金外流（圖B1.3）。

但是，對於現金持有水平較低的ETF而言，投資回報每下降1%，現金ETF就會顯著地出現1.03%的資金外流，高於現金持有水平正常的ETF（高出約0.72%）。對於現金持有水平較低的其他類型ETF，資金外流程度雖然顯著，但估算值要低得多，其中混合ETF約為0.5%，實物ETF約為0.23%。

圖B1.3
資金外流對基金表現不佳的敏感度



註：所有估計數字的統計顯著性均為10%。
資料來源：金管局職員計算數字。

6 資金流向是指ETF總資產淨額的百分率變動（扣除ETF價格變動）。

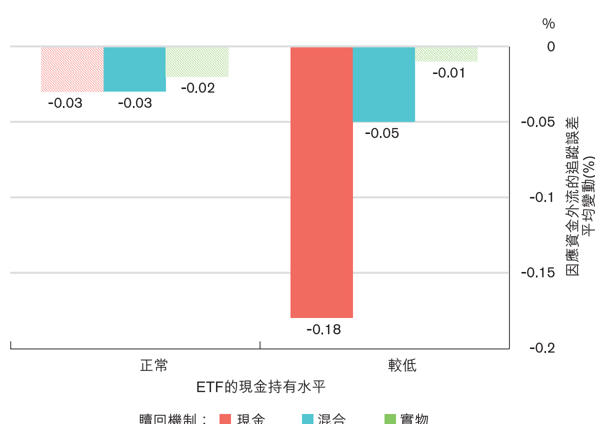
7 在本研究中，每個季度而言，如果某一ETF的現金持有水平佔其資產總值的百分率低於同類型的ETF的最低四分位數則該ETF被視為現金持有水平較低。

8 根據文獻資料，我們從樣本中剔除個別ETF，例如成立時間不足一年的或資產淨值少於5,000萬美元的ETF，以及贖回機制未明的ETF。

其次，我們評估追蹤誤差對資金外流的敏感度。當ETF的現金水平正常時，因應資金外流情況，各贖回類型ETF的估計追蹤誤差極小。但是，在現金持有水平較低的情況下，現金ETF的平均季度回報顯著低於其指數回報達0.18%，而混合ETF的平均回報較其指數回報低0.05%，實物ETF僅低0.01%（圖B1.4）。

總而言之，相關結果表明，當ETF的現金持有水平較低時，相較於實物ETF，可變現ETF（尤其是現金ETF）的資金外流對基金表現不佳的敏感度更高，更會嚴重擴大追蹤誤差。相關ETF的追蹤誤差被嚴重擴大，可能是由於基金經理在現金水平較低情況下，為滿足現金贖回需求而拋售基金的基礎資產。

圖 B1.4
追蹤誤差對資金外流的敏感度



註：所有實心柱表示的估計數字的統計顯著性均為10%。
資料來源：金管局職員計算數字。

結論

簡言之，雖然現金贖回機制可為投資於非流通市場的ETF提供靈活性，但我們的研究結果表明，在市場壓力下，可變現ETF更易因為金融市場表現惡化而出現資金外流。如此高的敏感度可能歸因於基金經理的拋售，並有可能觸發後續贖回，從而導致基金表現持續下滑及資金外流。

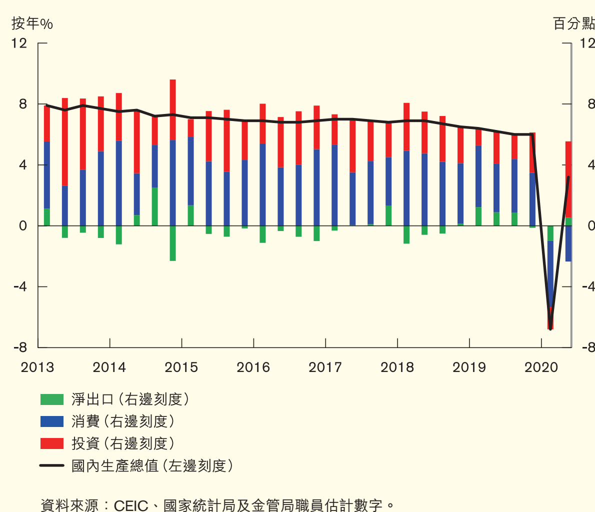
此外，研究結果可能突顯可變現ETF為新興市場經濟體帶來的潛在金融脆弱性，因為在所有投資於新興市場經濟體（尤其是亞洲新興市場）的ETF中，約有90%為可變現基金。雖然就資產規模而言，這些可變現ETF僅佔全球ETF的一小部分（約一成），但其迅速增長值得決策者關注。尤其是，決策者應認真審視相關政策，平衡可變現ETF的利弊，以確保整體金融穩定。

2.2 中國內地

實體經濟

由於新型冠狀病毒疫情爆發，中國內地經濟於第1季按年大幅下滑6.8%。其後，隨着逐步復工復產，經濟於第2季反彈並按年增長3.2%（圖2.9）。整體來看，實質國內生產總值於2020年上半年按年收縮1.6%。

圖2.9
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

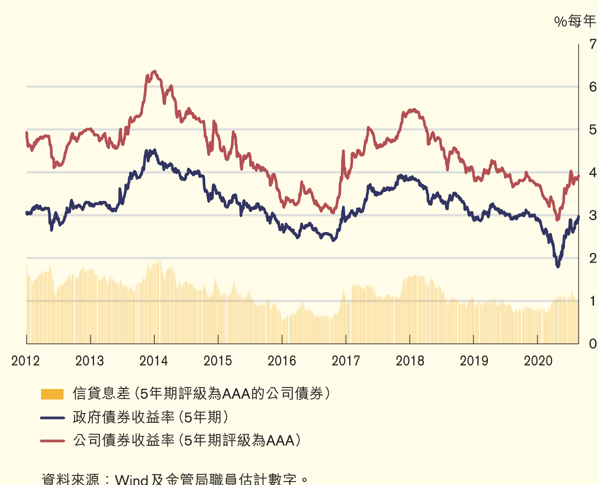
第2季的經濟復甦主要是由於基建及房地產支出加速，推動投資強勁增長。儘管製造業投資尚未回復到疫情爆發前的水平，但於第2季已經有所改善。相比之下，雖然整體消費有所回升，但根據零售額的細分數據顯示，在部分高度依賴人與人緊密互動的行業，例如娛樂及餐飲業，商業活動於第2季仍然疲弱。因此，消費拖低第2季國內生產總值增長，儘管與第1季相比負面影響已經減少。外圍方面，由於出口因醫療用品出貨量急增等原因而錄得意外增長，加上進口仍然低迷，淨出口對經濟增長的貢獻於第2季轉為正數。我們編製的日度經濟活動指數表明，內地經濟於第3季持續復甦，但波動性於近期有所增加（詳情請參閱專題2）。

鑑於疫情的發展及全球經濟復甦存在相當大的不確定性，政府未於今年的全國人民代表大會上設定年度增長目標，而是更强調支持民營部門，尤其是中小企業，以穩定經濟及保障就業。為此，政府決定推行更積極的財政政策及額外的定向寬鬆政策，同時控制潛在的系統性風險。復甦能否持續，很大程度上取決於疫情及中美關係緊張的發展。最新的共識預測顯示，中國內地經濟將於2020年增長2.1%。

資產及信貸市場

在債券市場方面，由於政府加快發行債券，政府債券收益率於5月有所回升。因此，企業發行人的融資成本亦有所上升，並於其後幾個月在高位徘徊（圖2.10）。儘管融資成本上升，但公司債券的信貸息差自5月以來大致保持穩定，部分反映市場情緒於經濟正常化期間有所改善。

圖2.10
中國內地：5年期公司及政府債券收益率



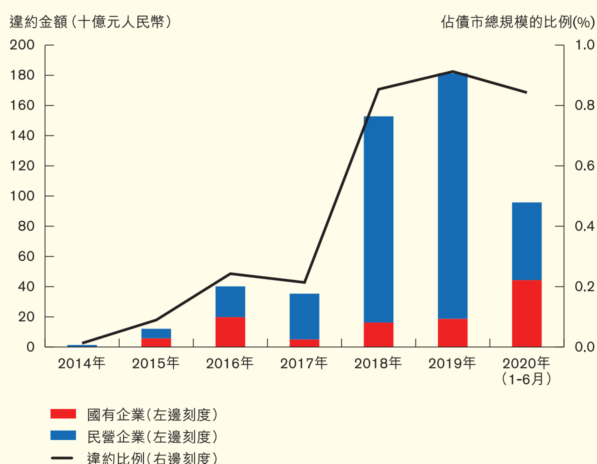
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

在2020年上半年期間，在岸市場非金融公司債券發行量達6.33萬億元人民幣，較去年同期增長近50%。相比之下，中國內地企業於離岸市場僅集資1.83萬億元人民幣（2,590億美元），較去年同期減少約15%，部分由於疫情期間邊界封鎖及海外金融市場波動加劇所致。

到目前為止，新型冠狀病毒疫情爆發對公司發行人還款能力的影響似乎有限。隨着新型冠狀病毒疫情爆發，在岸市場的債券違約數量於2月份有所增加，但於復工之後逐漸下降。就2020年上半年整體而言，在岸市場債券違約的比例仍然較低，部分原因是當局推行一系列支持措施，減輕了受疫情影響的公司的財務負擔。

具體而言，儘管在岸市場債券違約規模於2020年上半年增至958億元人民幣，較2019年同期增長21.6%，但違約債券佔非金融債券餘額的比重由2019年的0.91%降至0.84%(圖2.11)[9]。與在岸市場相似，離岸市場於2020年上半年的年率化違約率維持在0.54%的較低水平，雖然仍高於2019年的0.21%及2018年的0.43%。

圖2.11
中國內地：在岸債券違約規模及比例

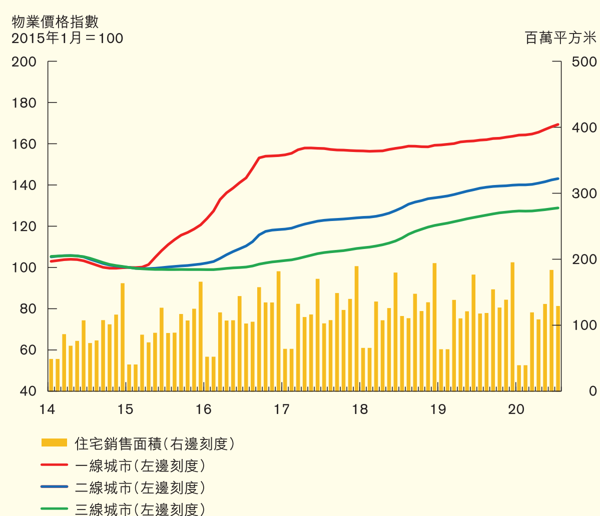


註： 所報告的年率化違約比例為2020年1月至6月期間的違約數據，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

進一步分析表明，2020年上半年的在岸及離岸違約主要集中在評級較低的發行人，尤其是資訊科技、多元化控股及建造業公司。在此期間，國有企業違約比例有所上升，主要是由於一家國有資訊科技製造商多次出現違約所致。

在房地產市場方面，縱使疫情發生，樓價於2020年上半年繼續微升，尤其在一線城市。至於成交方面，第1季的銷售面積按年下降，但於第2季迅速回升並回到疫情前的水平(圖2.12)。由於第1季銷售下降，庫存銷售比率由2019年12月的12.5個月上升至2020年6月的14.1個月，但仍遠低於2015年初31個月的高位。

圖2.12
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



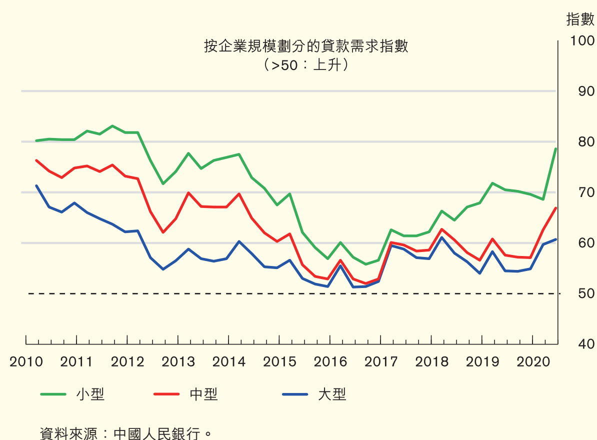
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

為遏制房地產行業的潛在風險，政府在2020年政府工作報告中重申「房住不炒」。短期內，政府可能會維持抑制投機活動以及鼓勵充足土地供應的措施，以促進房地產市場穩健發展。

根據中國人民銀行的季度調查，貸款需求在2020年上半年顯著反彈。相較大型企業，中小企業的貸款需求於第2季的反彈更為強勁(圖2.13)。

[9] 於2020上半年有36家公司發行人出現債券違約，而於2019年上半年及下半年分別為47家及55家。

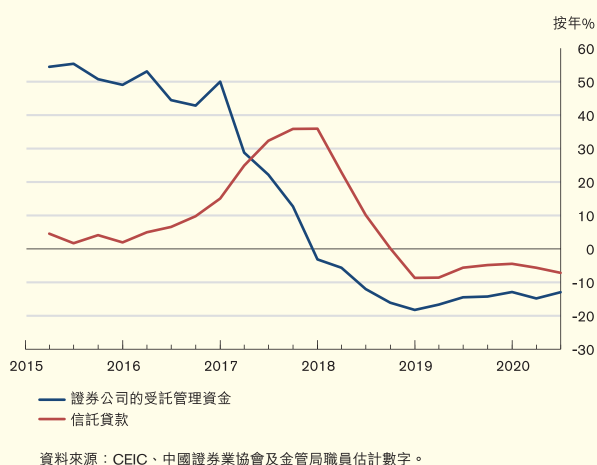
圖2.13
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



資料來源：中國人民銀行。

貸款需求的強勁反彈或部分反映內地公司在新型冠狀病毒疫情爆發後逐漸復工，對融資的需求有所增加。此外，非正式融資在政府遏制金融風險的過程中持續收縮，因此可能推高企業對銀行貸款等正式融資的需求。事實上，信託貸款及證券公司的受託管理資金等影子銀行活動於2020年上半年進一步收縮(圖2.14)，而銀行對影子銀行活動的參與亦有所減少。

圖2.14
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理資金的增長

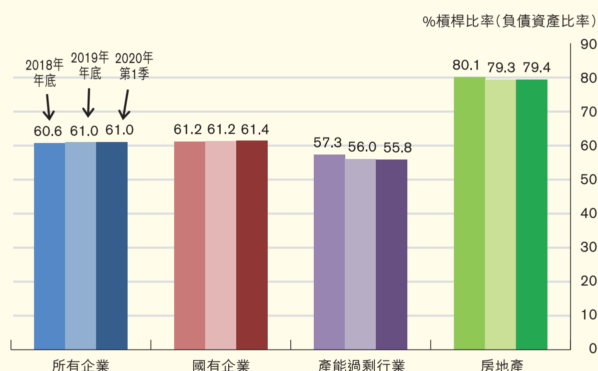


資料來源：CEIC、中國證券業協會及金管局職員估計數字。

為滿足企業的融資需求，中國人民銀行於2020年上半年數次調低存款準備金率及降息，並同時採取其他寬鬆措施，以鼓勵銀行放貸，特別是向規模較小的企業(詳情請參閱財政及貨幣政策部分)。因此，向企業部門提供的銀行貸款餘額的增長基本維持在13%左右的穩定水平，而授信額度低於1,000萬元人民幣的「最小型」公司的銀行貸款餘額按年增長率則由2019年底的25%進一步加快至2020年6月底的27%。與此同時，「最小型」公司的平均借貸成本由2019年底的6.70%進一步降低至2020年6月底的5.94%。

雖然除「最小型」公司之外無法取得其他不同規模企業銀行貸款的進一步公開資料，但對上市公司數據的分析表明，效率較低的借款人(例如在產能過剩行業中的公司)的槓桿率於2020年第1季略有下降，而房地產行業的槓桿率則大致維持穩定(圖2.15)。

圖2.15
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率

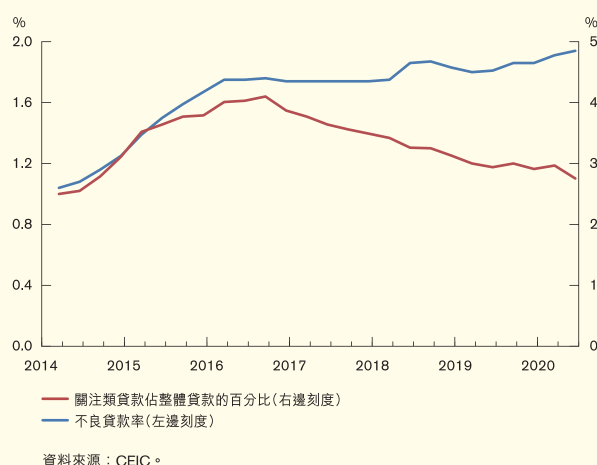


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

於回顧期內，銀行整體資產質素維持穩健。整體不良貸款率由2019年底的1.86%微升至2020年上半年的1.94%，但仍維持在2%以下。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重於同期間稍微下降至2.8%[10](圖2.16)。

[10] 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

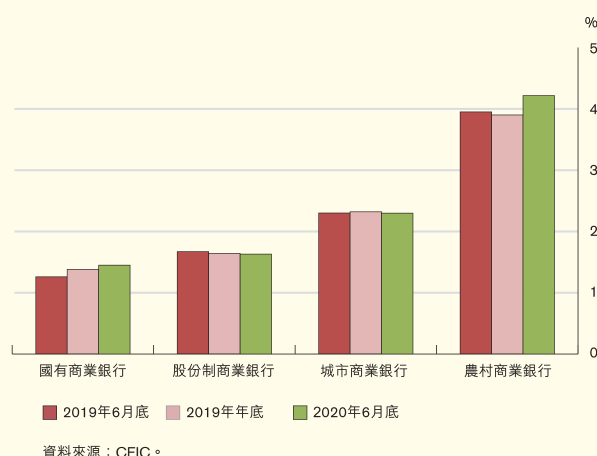
圖 2.16
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



資料來源：CEIC。

內地銀行業的整體風險看來較為溫和。一方面，小型銀行面臨一定的資產質素壓力，部分由於在嚴峻的經濟形勢下，公司借款人（尤其是規模較小的借款人）的還款能力下降。其中，農村商業銀行的不良貸款率於今年上半年反彈至4%以上（圖2.17）。但另一方面，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然大致穩定並維持在較低水平。此外，較高的貸款撥備亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2020年6月，內地銀行撥備覆蓋率為182%，遠高於監管的要求。

圖 2.17
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率

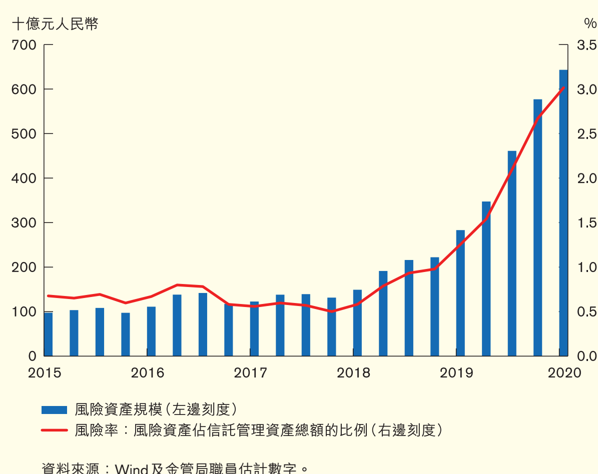


資料來源：CEIC。

為遏制銀行體系面臨的潛在系統性風險，當局在回顧期內推出多項措施，以支持規模較小的銀行。流動性方面，當局降低存款準備金率及推出針對較小型銀行的再貸款及再貼現計劃以紓緩流動性。資本方面，當局加快審批小型銀行永續債券的發行，並宣佈計劃購買需補充資本的小型銀行所發行的可轉換債券。

儘管銀行業仍大致穩健，但有證據顯示，受到近期經濟波動影響，非銀行金融機構的資產質素可能有所惡化。例如，最新統計數據顯示，2020年第1季，信託業的風險率（即風險資產佔所管理資產總額的比例）由2019年底的2.67%上升至3.02%（圖2.18）。儘管信託公司的風險率看來並不高，但仍需密切關注上升的趨勢會否持續。

圖 2.18
中國內地：信託公司的風險資產規模及風險率



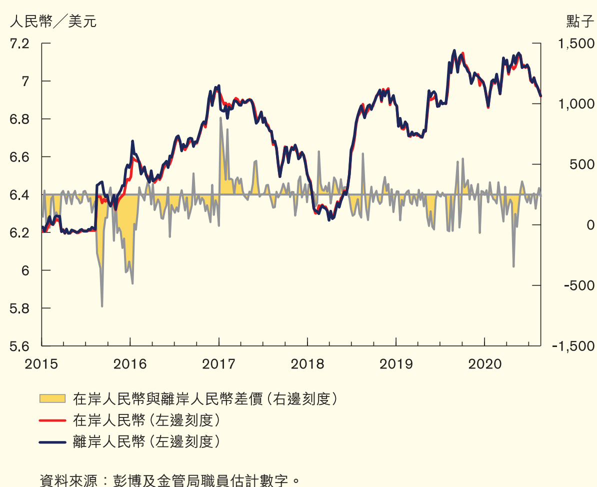
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣繼1月份升值後，在隨後幾個月因為疫情爆發及中美關係再度緊張而走弱。但伴隨美元疲軟，在岸人民幣匯率自6月以來強勁反彈並大致回升至2020年年初的水平（圖2.19）。離岸人民幣匯率在大部分時間低於在岸人民幣，在岸人民幣與離岸人民幣的差價由於中美緊張局勢升級而於5月份一度擴大至700點子以上，不過差價隨着人民幣於臨近回顧期末

時升值而收窄。鑑於內地經濟復甦，彭博提供的2020年年底人民幣兌美元滙率的共識預測亦由6月份的7.05上調至截至8月26日的7.00。

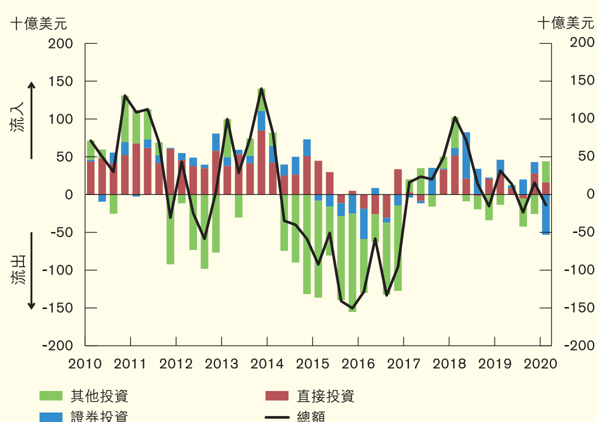
圖 2.19
中國內地：在岸及離岸人民幣兌美元匯率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

儘管人民幣在上半年大部份時間內錄得貶值，但資本外流壓力保持溫和。國際收支平衡最新統計數據表明，2020年第1季資本流出有限（圖2.20）。其中，證券投資錄得淨流出，主要由於居民增加持有海外證券，而國際投資者減持內地股票。非居民對內地的直接投資表現穩健，使直接投資於期內錄得淨流入。同時，由於第1季居民跨境借款增加及非居民償還大量貿易信貸，其他投資錄得強勁的資金淨流入。

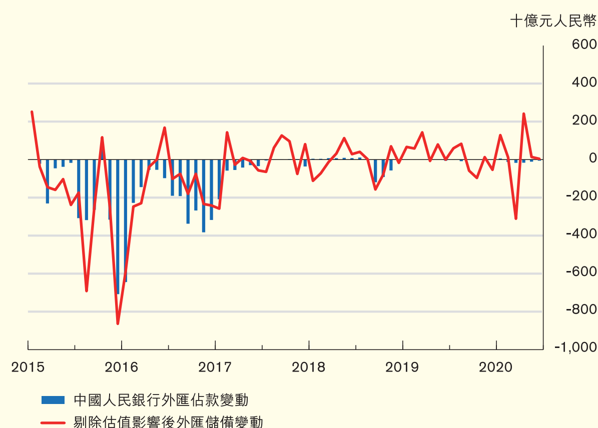
圖 2.20
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

兩個與跨境資金流動相關的常用指標（內地外匯儲備及中國人民銀行外匯佔款變動）亦顯示2020年上半年資本外流壓力溫和。剔除估值影響，我們估算內地外匯儲備於2020年上半年有所增加，而中國人民銀行外匯佔款則略有下降（圖2.21）。整體而言，內地的外匯儲備大致保持在3萬億美元以上。

圖 2.21
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

儘管資本外流壓力溫和，但由於疫情及中美關係緊張發展的不確定性，第2季跨境資金流動的波動性似乎有所增加。在短期內，由於不確定性可能繼續對市場情緒構成壓力，資金流動或會持續波動。然而，內地金融市場的進一步開放可望吸引外資並為匯率提供支持[11]。事實上，近期的較高頻數據顯示，2020年第2季股票市場錄得大規模淨流入，扭轉了第1季的外流趨勢。

財政及貨幣政策

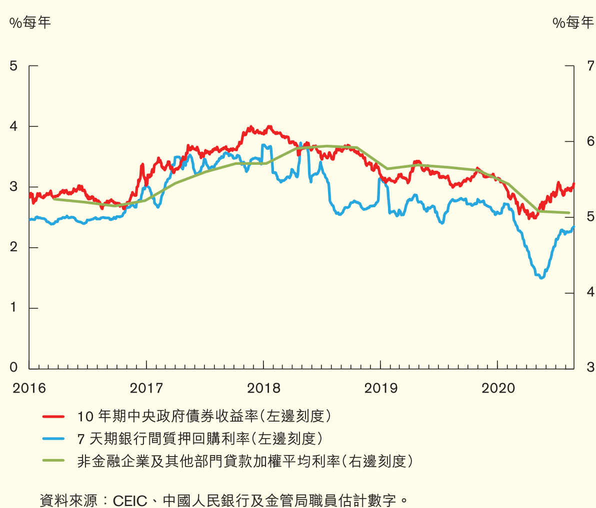
貨幣政策方面，中國人民銀行在保持審慎取向的同時，於回顧期內亦採取若干措施降低實體部門的融資成本。除直接下調利率之外，例如於4月下調一年期中期借貸便利利率及貸款市場報價利率，中國人民銀行亦於3月和4月兩次下調存款準備金率，以及為規模較小的銀行提供再貸款及再貼現支持，以促進銀行

[11] 例如，內地當局於4月取消證券公司和基金管理公司的外資持股比例限制。

貸款，特別是向規模較小的企業。此外，中國人民銀行於6月初推出兩項新政策工具，以鼓勵銀行延長還款期限以及增加對小型借款人的非抵押貸款。

由於採取了寬鬆措施，銀行體系的流動性大致保持充裕。金融機構的7天期銀行間質押回購平均利率及10年期中央政府債券收益率於2020年的前四個月均有所下降，但自5月以來逐漸回升，部分原因是政府加快發行債券以及資金需求於復工期間復甦。儘管利率有所回升，銀行同業資金成本相較往年仍處於較低的水平。2020年上半年，非金融部門的加權平均銀行貸款利率有所下降（圖2.22），反映流動性狀況良好。

圖2.22
中國內地：主要市場利率

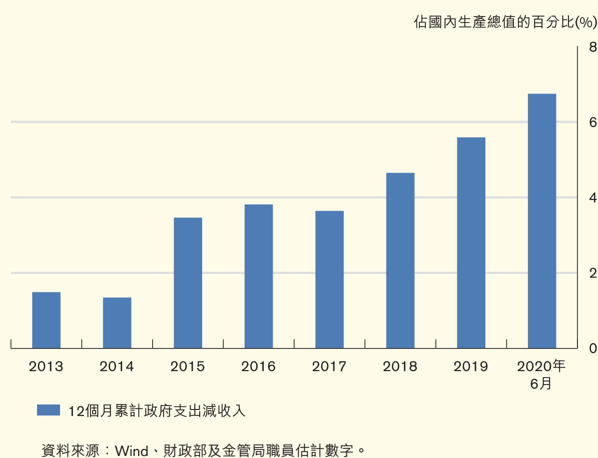


資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

在財政政策方面，面對近期嚴峻的經濟形勢，政府採取更加積極的立場。其中，政府在5月宣佈將財政赤字目標由2019年的2.8%提高至2020年的3.6%，並將會提供稅費減免，特別是對受新型冠狀病毒疫情爆發影響最嚴重的規模較小的企業。

受到經濟增長放緩以及政府為降低實體經濟稅費負擔所推行的措施的影響，政府整體稅收於2020年上半年按年下跌11.3%。相比之下，公共支出在此期間大致保持穩定。因此，政府一般公共預算及政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2019年上升至佔國內生產總值的5.6%後，於2020年6月進一步擴闊至6.7%（圖2.23）。

圖2.23
中國內地：政府支出與收入的缺口

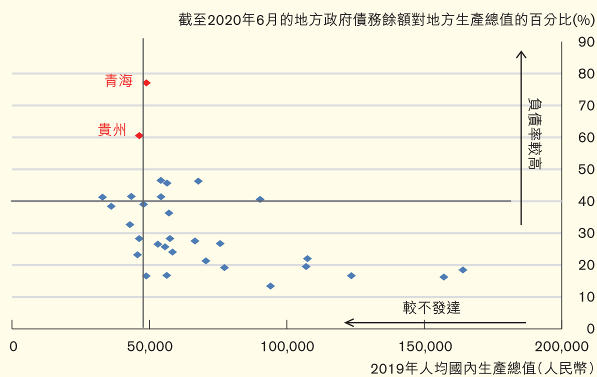


資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

鑑於資金缺口及支持經濟所需的資金增加，內地當局於今年宣佈發行1萬億元人民幣的特別國債，以支持基建投資及對抗疫情。當局亦決定將今年地方政府專項債的額度由2019年的2.15萬億元人民幣提升至3.75萬億元人民幣。在債券加速發行的情況下，地方政府債務餘額於2020年6月底達到24萬億元人民幣，較2019年年底增長14.3%。

雖然地方政府債務餘額對國內生產總值的比率由2019年年底的21.5%升至2020年6月底的24.4%，但由於該比率仍處於較低水平，地方政府債務的整體風險仍然可控。然而，由於某些地方政府債務餘額對地方生產總值的比率相對較高，加上經濟基本面較弱，這些地方政府或會面臨再融資壓力（圖2.24）。

圖2.24
中國內地：按省份劃分的地方政府債務餘額對地方生產總值的比率及人均國內生產總值



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

專題2
追蹤中國內地經濟狀況的日度指數

引言

疫情的發展和中美緊張局勢再度升溫為中國內地經濟復甦帶來高度的不確定性。在此背景下，高頻經濟活動指標將有助政策制訂者密切監察經濟活動。然而，大多數宏觀經濟指標只有月度或季度數據，而且公佈時間亦較為滯後。雖然從行業層面也可以獲取若干較高頻的指標[12]，但這些指標往往有較多雜訊，且各行業發展的勢態常常並不一致，因此難以清楚反映出整體經濟的表現。

本專題透過組建一項綜合經濟狀況指數，以對中國內地整體經濟活動提供更及時的評估。此日度經濟狀況指數涵蓋了十三個內地不同行業較高頻指標，這些指標都是公開數據。我們的綜合經濟狀況指數能密切追蹤經濟活動，同時亦較傳統的宏觀指標更為及時。

數據及方法

我們的日度指數以多個涵蓋中國內地工業及服務業經濟活動的較高頻指標為基礎。相關指標的詳情載列於表B2.A。工業方面的指標為：(1)六大電廠的煤炭消耗量、(2)焦煤產量、(3)粗鋼產量、(4)高爐開工率、(5)汽車輪胎生產開工率、(6)中國集裝箱運價指數（出口）和(7)鐵礦石到貨量。其中前五個指標主要反映生產相關活動，後兩個指標則部分反映貿易或物流相關的活動。服務業方面的指標包括：(1)商品房成交面積、(2)成交土地面積、(3)零售乘用車銷量、(4)電影票房、(5)城市交通擁堵指數和(6)地鐵客運量。其中前四個指標反映耐用品及娛樂服務的消費，而後兩個則追蹤市內交通運輸，部分反映復工情況。

表B2.A
日度指數的組成指標

指標	起始日期	頻率
工業相關		
1. 六大電廠的煤炭消耗量	01/10/2009	每日
2. 焦煤產量	10/06/2014	每10日
3. 粗鋼產量	04/01/2009	每10日
4. 高爐開工率	28/07/2012	每週
5. 汽車輪胎生產開工率	01/06/2013	每週
6. 中國集裝箱運價指數（出口）	11/01/2002	每週
7. 鐵礦石到貨量	03/06/2010	每週
服務業相關		
1. 三十個主要城市商品房成交面積	01/01/2010	每日
2. 百城成交土地佔地面積	31/12/2007	每週
3. 零售乘用車銷量	06/03/2015	每週
4. 電影票房	25/02/2013	每週
5. 百城交通擁堵指數	01/01/2017	每日
6. 六個主要城市的地鐵客運量	27/07/2017	每日

資料來源：Wind。

本文採用動態因子模型去構建我們的日度指數。動態因子模型是一種分析高維時間序列的標準工具，被廣泛應用於經濟狀況分析[13]。在本專題中，動態因子模型將上述十三個指標合成日度經濟活動指數。動態因子模型的優點之一在於可以篩除各個指標自身的異動，從而捕捉時間序列中潛在的共同「趨勢」，十分切合是次的研究目標。

動態因子模型的設定可表示如下：

$$\mathbf{x}_t = \mathbf{\Lambda}\mathbf{f}_t + \mathbf{u}_t$$
$$\mathbf{f}_t = \mathbf{\Phi}(L)\mathbf{z}_t,$$

其中，$\mathbf{x}_t$是包含上述十三個較高頻經濟指標的向量，$\mathbf{f}_t$是靜態因子向量，即本研究關注的經濟狀況指數，而$\mathbf{\Lambda}$則是因子載荷的矩陣。在此設定中，每一項指標$x_{i,t}$均是兩項獨立且不可觀測的部分的總和，即共同部分$\boldsymbol{\lambda}_i'\mathbf{f}_t$以及剩餘的特殊部分$u_{i,t}$。隱含向量$\mathbf{f}_t$是$\mathbf{z}_t$的函數，$\mathbf{z}_t$是推動各個指標協同變動的動態因

12 本專題所採用的較高頻指標指報告頻率小於一個月的指標。

13 例如參閱Aruoba等人(2009)、Altissimo等人(2010)、Giannone等人(2008)等。

子的向量，而 $\Phi(L)$ 則是其載荷的常量的滯後多項式矩陣。[14]

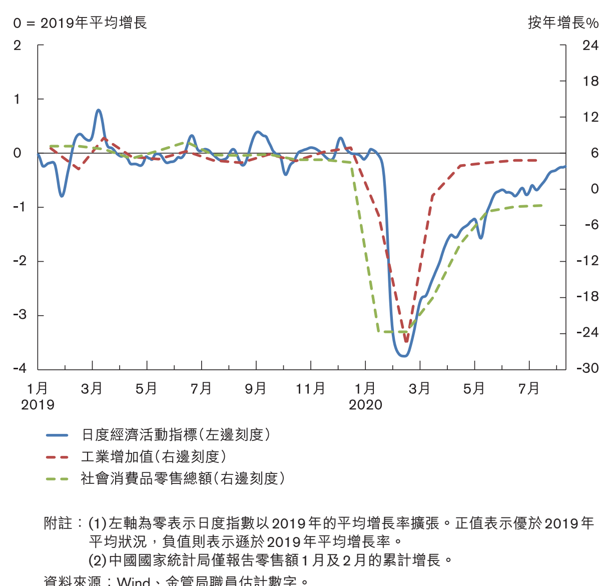
所有指標均按文獻慣例進行調整並轉換為日度數據。[15, 16]有幾點需要注意。首先，為方便與官方經濟指標作比較，所有指標均以按年增長表示。其次，我們使用所有日度觀測數據的7日移動平均值，目的在於減少波動性的同時，維持其對轉折點的敏感度。最後，所有指標均作標準化處理以平均其波動的影響。

結果

我們的日度經濟活動指數覆蓋了自2019年1月至2020年8月10日這段時間。具體而言，此指數測量某一日的經濟活動與2019年的平均經濟增長水平偏離多少。正值表示經濟狀況較2019年的平均水平有所改善，而負值則表明經濟狀況轉差。

我們的指數能很好地追蹤新型冠狀病毒爆發前後的官方月度指標。圖B2.1將此指數與兩項主要月度經濟指標（即工業增加值及社會消費品零售總額的同比增長）相互比較。圖中顯示，日度指數與兩項經濟指標隨時間同步變動，而且相關係數亦較高，分別為0.843及0.848。2月新型冠狀病毒疫情爆發期間，我們的日度指數緊隨工業增加值及社會消費品零售總額下跌，在其後幾個月又隨着復工而逐步回升。

圖 B2.1
日度經濟活動指數與官方指標對比



附註：(1) 左軸為零表示日度指數以2019年的平均增長率擴張。正值表示優於2019年平均狀況，負值則表示遜於2019年平均增長率。
(2) 中國國家統計局僅報告零售額1月及2月的累計增長。

資料來源：Wind、金管局職員估計數字。

從我們的日度指數當中可以觀察到幾個有趣的地方：

- 首先，我們的指數表明，內地經濟於最近幾個月繼續反彈，但波動性有所增加。國內外疫情的最新發展、近期華南廣泛地區發生洪水及泥石流災害，以及中美緊張局勢升級等狀況令復甦之路充滿曲折，不確定性增加。

- 其次，儘管經濟正在復甦，我們的日度指數表明經濟活動的擴張速度尚未回到2019年的水平。仔細分析構成此指數的十三個指標，可發現當中約一半的指標仍低於2019年的水平，又或者於最近幾星期有所放緩（圖B2.2）。具體而言，一些重工業（焦煤及粗鋼）及若干服務業（電影及地鐵）的業務表現相較去年仍然略顯疲軟。由於經濟面臨的阻力加大，有部分重回2019年水平的指標例如高爐開工率以及成交土地面積等於最近幾個星期亦有所回落。

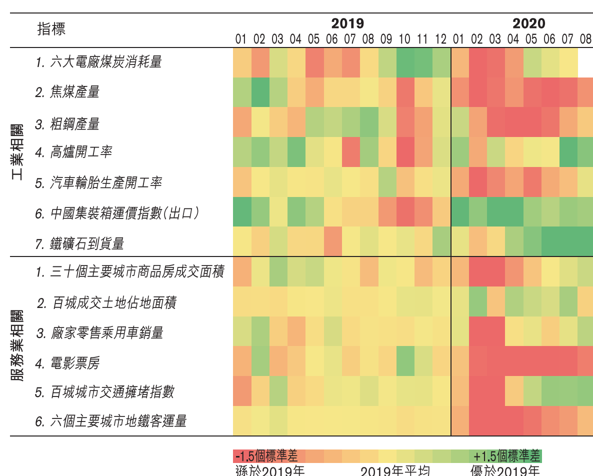
---

14 我們依照Doz等人(2011)的建議，採用兩步算法對動態因子模型進行估算。第一步，我們使用平衡面板數據，透過主成分分析估計模型的初始參數。第二步，我們對數據面板應用卡爾曼平滑，並根據第一步中獲得的估計結果，重新估計潛在狀況的因子。卡爾曼平滑的其中一項優點是允許面板末尾存在缺失值的非平衡數據集，這對經濟狀況分析頗有助益，因為經濟指標的公佈時間通常並不一致。

15 (1) 已就2019年對農曆新年的效應於作平滑處理，以緩和1月及2月因季節性效應而產生的大幅波動。然而，新型冠狀病毒疫情所導致的全國封城及經濟活動暫停打破了這種季節性模式，故並未就2020年作出調整。
(2) 離群值作縮尾處理。

16 轉換頻率時，流量序列（銷售及產量變量）採用二次項插值法進行轉換，其餘則採用線性插值法進行轉換。

圖 B2.2
各指標隨時間變動的熱圖



註：(1) 8月份的數據是首十天的簡單平均值。
(2) 自7月6日以來，六大發電廠的煤炭消耗量指標已暫停發布。因此，8月份的單元格留空。

資料來源：Wind、金管局職員估計數字。

結語

本專題介紹了一項追蹤中國內地經濟狀況的日度指數，這指數由十三個內地行業較高頻的公開指標所組成。作為一項監察工具，此日度指數可很好地追蹤官方的月度指標。我們的日度指數顯示中國內地經濟在近期繼續有所改善，但波動性增加。此外，我們的指數顯示，儘管經濟正在復甦，經濟活動的增長速度尚未回到2019年的水平。

解讀此日度指數時有幾個需要注意的地方。首先，此指數為定性的經濟狀況追蹤指標，而非定量的國內生產總值的即時預報。此指數僅用作測量當前經濟狀況相對於過往某一時間點如2019年平均水平的表現。其次，雖然我們的模型中所採用的較高頻指標的基本趨勢應與整體經濟表現大致相符，但它們未必能充分反映整體的經濟狀況（例如，因未能獲取相關數據，我們並無將電子商務納入其中）。

參考文獻

Altissimo, Filippo, et al. “New Eurocoin: Tracking economic growth in real time.” *The review of economics and statistics* 第92卷第4期(2010)：第1024–1034頁。

Aruoba, S. Boragan, Francis X. Diebold, and Chiara Scotti. “Real-time measurement of business conditions.” *Journal of Business & Economic Statistics* 第27卷第4期(2009)：第417–427頁。

Doz, Catherine, Domenico Giannone, and Lucrezia Reichlin. “A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering.” *Journal of Econometrics* 第164卷第1期(2011)：第188–205頁。

Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small. “Nowcasting: The real-time informational content of macroeconomic data.” *Journal of Monetary Economics* 第55卷第4期(2008)：第665–676頁。